

Une belle floraison n'est pas le gage d'une vendange réussie.

Juin 2009



Le terme « *green shoots* » ou « jeunes pousses » a souvent été évoqué en parlant de la reprise économique au cours de ces derniers mois. Bien que l'économie mondiale ait indéniablement présenté des signes encourageants, les facteurs de risque à l'horizon restent nombreux, de sorte qu'une reprise sans difficulté n'est clairement pas assurée.

De « jeunes pousses » ont commencé à apparaître de part et d'autre de l'Atlantique. Les surprises positives se sont succédé aux États-Unis depuis le début du mois de mars et l'Europe semble avoir adopté le même schéma au cours de ces dernières semaines, comme en témoignent entre autres les indices IFO et PMI. Le ciel s'éclaircit également dans le monde émergent où une augmentation du volume d'emprunts a favorisé le regain des importations chinoises tandis que plusieurs fondamentaux se sont améliorés dans l'ensemble des marchés émergents.

La production devrait continuer de reculer avant de se stabiliser sous le poids des mesures de relance au second semestre 2009. « L'arrêt soudain » du commerce mondial et la forte correction des stocks ont accéléré ce déclin, mais ces effets devraient progressivement s'atténuer dans le futur. Des ajustements structurels de l'économie sont en cours aux États-Unis (augmentation du taux d'épargne, diminution du prix des logements, baisse du déficit courant). Par ailleurs, les signes d'une stabilisation de la consommation américaine au 1^{er} trimestre, parallèlement à une reprise sérieuse en Chine, sont extrêmement encourageants. Dans l'intervalle, le PPIP (programme d'investissement public-privé) et le TALF (*Term Asset-Backed Lending Facility*), destiné à faciliter les crédits, sont en cours de réalisation. Leurs conditions pour les investisseurs privés apparaissent intéressantes, mais les preuves de leur efficacité semblent encore assez limitées. De tels programmes seront des éléments clés pour faciliter à nouveau l'accès au crédit aux États-Unis.

Toutefois, l'histoire nous recommande la prudence. Les précédentes crises bancaires et immobilières indiquent que la débâcle actuelle est susceptible de se poursuivre. De son côté, le FMI a affirmé que le maximum n'avait pas encore été réalisé en matière de recapitalisation bancaire. Entre-temps, certains observateurs commencent à se soucier d'un retour potentiel de l'inflation. Nous pensons que de telles craintes sont prématurées.

Dans un tel contexte, nous sommes neutres sur les actions des pays développés. Les valorisations sont revenues à leur juste valeur et une baisse du nombre de surprises positives pourrait nuire gravement aux marchés d'actions. D'un point de vue technique, il se peut que le rebond ait atteint ses limites et les effets saisonniers pourraient peu à peu peser sur les marchés.

En termes d'allocation géographique, nous surpondérons les marchés émergents et l'Europe. Les actions émergentes semblent relativement attrayantes compte tenu du poids de la Chine ainsi que des valorisations et de la solide position du monde émergent avant la crise (démographie, potentiel de croissance, réserves monétaires internationales, faible endettement, etc.). Parallèlement, les valorisations européennes semblent plus favorables que celles des autres marchés développés.

Nous pensons que les taux longs resteront bas et feront marche arrière par rapport à leur évolution récente, estimant que la croissance demeurera faible et que l'inflation s'avérera inférieure aux attentes. La pente de la courbe des taux orientera les investisseurs vers le segment plus long de la courbe. Nous privilégions les obligations d'entreprises et émergentes pour deux raisons: leur potentiel de rendement supérieur et leurs valorisations qui intègrent déjà une grande partie des mauvaises nouvelles.

Pour le reste, nous surpondérons les matières premières, une classe d'actifs de début de cycle qui devrait profiter de la faiblesse du dollar et des perspectives d'une nouvelle période de raréfaction des ressources naturelles compte tenu de la faiblesse actuelle des prix. L'or apparaît tout particulièrement intéressant dans le contexte actuel vu qu'il s'agit d'un actif réel considéré comme un moyen de se protéger de l'inflation, de la crise et de la faiblesse du dollar. Nous sous-pondérons l'immobilier, un secteur toujours fortement endetté et frappé de plein fouet par la crise financière.

En conclusion, les « jeunes pousses » de la reprise économique ont revitalisé les classes d'actifs risquées, telles que les actions et le crédit. La hausse de leurs cours a essentiellement été induite par le regain d'appétit pour le risque et la baisse de la prime par unité de risque. La principale question est à présent de savoir quelle apparence aura la reprise. Nous anticipons une reprise en forme de racine carrée : la crise actuelle est en effet une crise de bilans qui pèsera sur la croissance et sur l'effet multiplicateur des mesures budgétaires. Le processus de « rééquilibrage mondial » pèsera également sur la croissance. Nous recommandons aux investisseurs de se montrer sélectifs sur le plan du risque qu'ils prendront au sein de leur portefeuille.

William De Vijlder
Global Chief Investment Officer